

## 2020年业绩超预期，CDMO继续放量

——九洲药业（603456.SH）2020年业绩预增公告点评

### 要点

**事件：**公司发布业绩预增公告，2020年预计实现归母净利润3.69-4.04亿元（+55%-70% YOY），扣非归母净利润相比2019年增加0.91-1.25亿元（+40%-55% YOY），业绩略超市场预期。

**2020年业绩略超预期，CDMO业务快速增长。**公司业绩略超市场预期，主要由于：**1）CDMO业务快速增长。**与诺华、罗氏、贝达药业和华领医药等国内外知名创新药企达成深度嵌入式合作，实现公司CDMO业务的持续稳健发展。与诺华合作品种正处在快速放量阶段，诺华2020年年报显示，沙库巴曲缬沙坦（Entresto）实现销售24.97亿美元（+45% YOY），尼洛替尼（Tasigna）实现销售19.58亿美元（+4% YOY），瑞博西林（Kisqali）实现销售6.87亿美元（+43% YOY），下游制剂的放量带动上游原料药和中间体需求的增长；**2）非经常性损益**，主要包括政府补贴及远期结售汇。扣除所得税影响后的非经常性损益金额较2019年增加4000万元左右。

**CXO行业高景气度，公司业绩有望持续高增长。**全球新药研发支出和药品销售额逐年增长，随着外包渗透率提升以及全球产业转移，中国CXO行业将继续保持高景气。**我们认为公司业绩有望保持快速增长：1）CDMO业务：**与战略大客户诺华深度绑定，未来有望持续承接更多品种。与除诺华外的大客户以及国内外Biotech公司保持良好合作，管线渗透率有望进一步提升；**2）API：**瑞科于2020年6月复产，下半年生产逐渐恢复正常，预计2021年全年实现盈利。其他原料药品种保持稳健增长。

**定增落地，提升一站式服务能力。**1月14日，公司非公开发行不超过4500万股新股，募集资金总额不超过10亿元的定增方案得到证监会核准批复。募集资金主要用于：1）完善瑞博（苏州）研发中试放大服务能力，全面提升公司从临床前研究→中试放大→商业化原料药生产CDMO一体化服务水平；2）提高瑞博（杭州）的CDMO制剂项目承接能力；3）建设浙江四维医药科技4.5亿片片剂CDMO制剂项目以及百亿片剂自产项目（一期）。我们认为，随着公司定增落地，其一站式综合服务能力有望得到升级，从而带来更多的项目导流。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司2020年业绩略超预期，CDMO业务快速增长，我们上调公司20-22年EPS至0.48/0.71/0.96元（原值为0.45/0.69/0.91元），分别同比增长62%/48%/35%，现价对应20-22年PE为84/57/42，维持‘买入’评级。

**风险提示：**瑞科复产推进速度不及预期，竞争加剧导致的原料药价格大幅下滑，CDMO业绩放量不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,862	2,017	2,683	3,522	4,307
营业收入增长率	8.43%	8.30%	33.03%	31.28%	22.29%
净利润（百万元）	157	238	386	570	768
净利润增长率	6.46%	51.32%	62.34%	47.67%	34.63%
EPS（元）	0.19	0.30	0.48	0.71	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.67%	8.33%	12.59%	16.72%	20.01%
P/E	207	137	84	57	42
P/B	11.7	11.4	10.6	9.5	8.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-27

### 买入（维持）

当前价：40.30元

### 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

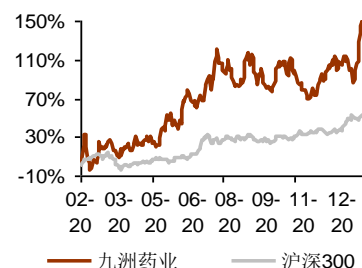
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	8.05
总市值(亿元)：	324.51
一年最低/最高(元)：	14.28/42.78
近3月换手率：	67.03%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.32	-1.43	89.72
绝对	16.48	16.20	139.60

资料来源：Wind

### 相关研报

20Q1~3业绩超预期，CDMO进入放量阶段——九洲药业（603456.SH）2020年三季度点评（2020-10-21）

20H1业绩符合预期，盈利能力显著提升——九洲药业（603456.SH）2020年中报点评（2020-08-26）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,862	2,017	2,683	3,522	4,307
营业成本	1,242	1,314	1,691	2,140	2,563
折旧和摊销	176	191	292	303	314
税金及附加	22	22	29	38	46
销售费用	32	43	50	67	85
管理费用	240	256	327	387	452
研发费用	87	95	139	183	232
财务费用	-13	7	30	39	42
投资收益	-20	-23	10	10	10
营业利润	194	285	445	695	931
利润总额	193	287	467	695	931
所得税	37	50	81	125	164
净利润	156	237	386	570	768
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	157	238	386	570	768
EPS(按最新股本计)	0.19	0.30	0.48	0.71	0.96

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	265	554	216	372	708
净利润	157	238	386	570	768
折旧摊销	176	191	292	303	314
净营运资金增加	295	-134	623	718	577
其他	-363	259	-1,085	-1,219	-950
投资活动产生现金流	-280	-662	-252	-220	-220
净资本支出	-228	-313	-220	-220	-220
长期投资变化	13	10	-10	-10	-10
其他资产变化	-65	-359	-22	10	10
融资活动现金流	-64	111	65	33	-314
股本变化	358	0	-2	0	0
债务净变化	2	840	202	215	-10
无息负债变化	63	445	-79	288	282
净现金流	-65	0	28	186	174

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.3%	34.8%	37.0%	39.2%	40.5%
EBITDA 率	21.2%	25.3%	28.3%	29.6%	29.9%
EBIT 率	11.7%	15.8%	17.4%	21.0%	22.6%
税前净利润率	10.3%	14.2%	17.4%	19.7%	21.6%
归母净利润率	8.4%	11.8%	14.4%	16.2%	17.8%
ROA	4.7%	5.1%	7.7%	9.7%	11.7%
ROE (摊薄)	5.7%	8.3%	12.6%	16.7%	20.0%
经营性 ROIC	6.0%	7.3%	9.3%	13.0%	15.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	16%	39%	39%	42%	41%
流动比率	3.28	1.69	1.91	1.98	2.19
速动比率	2.12	1.00	1.21	1.30	1.42
归母权益/有息债务	86.67	3.27	2.86	2.64	3.00
有形资产/有息债务	96.71	4.94	4.31	4.24	4.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,305	4,670	5,005	5,852	6,550
货币资金	276	565	593	779	953
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	551	517	657	936	1,102
应收票据	49	0	44	50	44
其他应收款 (合计)	24	10	21	31	31
存货	535	828	876	1,140	1,439
其他流动资产	46	80	174	340	486
流动资产合计	1,506	2,018	2,392	3,310	4,093
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	10	20	30	40
固定资产	1,386	1,964	1,832	1,700	1,565
在建工程	119	254	296	327	350
无形资产	200	276	291	305	318
商誉	0	75	75	75	75
其他非流动资产	45	35	68	68	68
非流动资产合计	1,799	2,652	2,613	2,541	2,457
总负债	527	1,812	1,935	2,438	2,710
短期借款	32	341	583	799	788
应付账款	195	273	293	384	478
应付票据	87	77	109	138	160
预收账款	18	20	20	32	39
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	459	1,192	1,255	1,671	1,866
长期借款	0	491	491	491	491
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	105	172	256	334
非流动负债合计	68	620	679	767	844
股东权益	2,778	2,858	3,070	3,413	3,840
股本	806	806	803	803	803
公积金	1,091	1,134	1,175	1,232	1,308
未分配利润	892	921	1,108	1,389	1,738
归属母公司权益	2,774	2,855	3,067	3,410	3,836
少数股东权益	5	4	4	4	4

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.72%	2.14%	1.86%	1.91%	1.97%
管理费用率	12.89%	12.69%	12.19%	10.99%	10.49%
财务费用率	-0.72%	0.33%	1.12%	1.10%	0.97%
研发费用率	4.68%	4.69%	5.19%	5.19%	5.39%
所得税率	19%	17%	17%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.20	0.29	0.43	0.57
每股经营现金流	0.33	0.69	0.27	0.46	0.88
每股净资产	3.44	3.54	3.82	4.24	4.78
每股销售收入	2.31	2.50	3.34	4.38	5.36

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	207	137	84	57	42
PB	11.7	11.4	10.6	9.5	8.4
EV/EBITDA	82.8	65.3	44.1	32.3	26.1
股息率	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称‘本公司’）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称‘光大证券研究所’）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳